

33. AWP Arbeitstagung

Einfluss des technischen Zinssatzes und der Rückstellungen auf die Asset Allocation

Dr. Hansruedi Scherer, Partner
PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research

Juli 2006

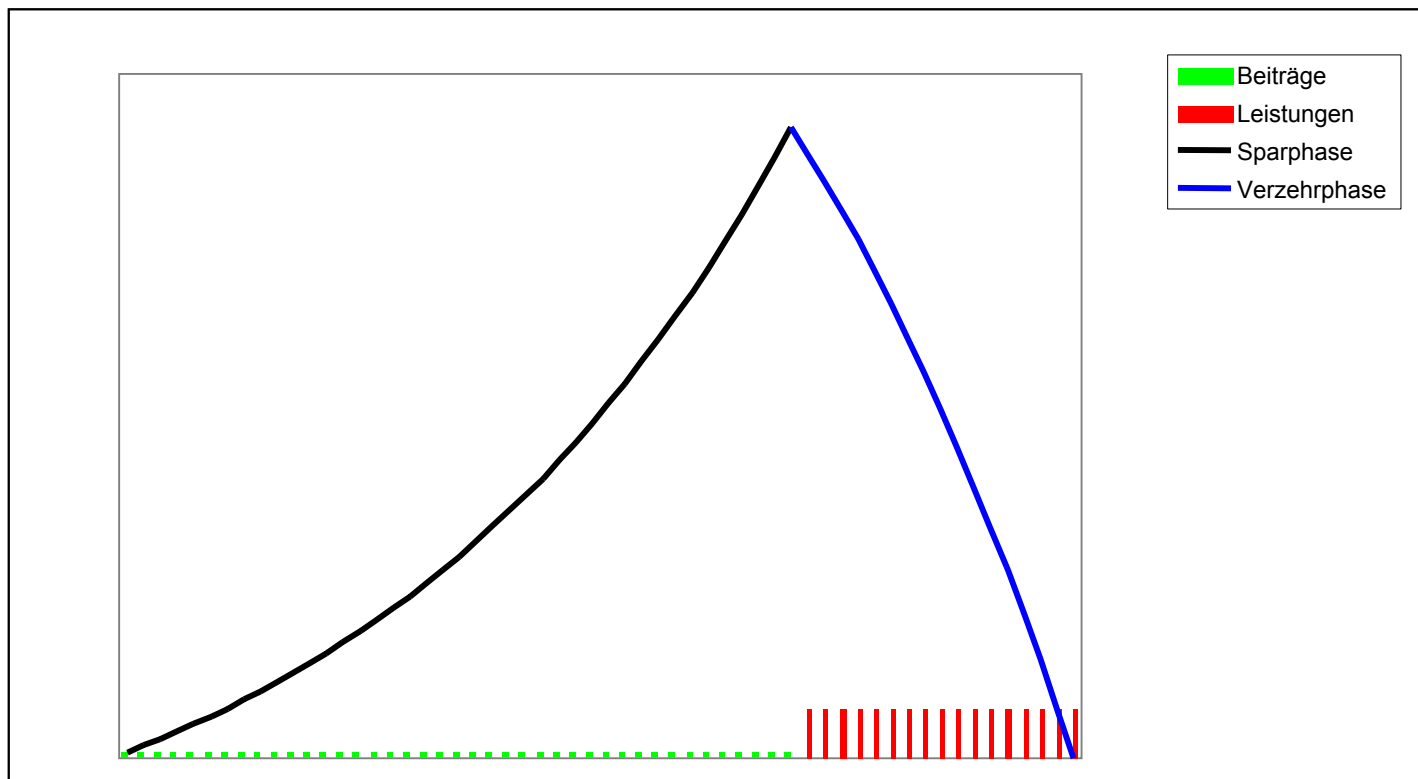
- Technischer Zins und Asset Allocation
- Wieso führt Senkung des technischen Zinses zu einer tieferen Risikofähigkeit?
- Ökonomische Realität
- Schlussfolgerungen und Zusammenfassung

- Beeinflusst Minimalrendite, welche erreicht werden muss.
 - Je tiefer die Minimalrendite, desto weniger risikobehaftete Anlagen sind notwendig.
- Beeinflusst Bewertung der Verpflichtungen und somit den Deckungsgrad und die finanzielle Lage.
 - Je tiefer der Deckungsgrad und je mehr Rentner-Deckungskapital, desto
 - tiefer ist Risikofähigkeit und
 - desto kleinerer Anteil risikobehafteter Anlagen ist möglich.

- „Wir müssen den technischen Zins an die wirtschaftliche Realität der tiefen Zinsen anpassen, nur dann erkennen wir unsere tatsächliche finanzielle Lage!“
- „Wir dürfen den technischen Zins nicht senken, sonst verschlechtert sich unser Deckungsgrad und wir werden gezwungen, Aktien zu verkaufen. Wir müssen langfristig denken!“

Gehen wir einen Schritt zurück...

- Funktionsweise der beruflichen Vorsorge:
(Kapitaldeckungsverfahren)



- Die Höhe der Leistungen im Beitragsprimat ist abhängig von:
 - Beiträgen
 - BVG Mindestzins resp. der effektiven Verzinsung
 - Umwandlungssatz
- Die Höhe der Beiträge im Leistungsprimat ist abhängig von:
 - Leistungen
 - Technischen Zins
- Weitere Leistungen können finanziert werden über:
 - Höhere Beiträge
 - Anlagerisiken

Massgeblicher Zinssatz

	Beitragsprimat	Leistungsprimat
Aktiv Versicherte	<i>BVG Mindestzins</i>	<i>Technischer Zins</i>
Rentner	<i>Technischer Zins</i>	<i>Technischer Zins</i>

Senkung des technischen Zinses (1)

- Auswirkungen Senkung des TZ im **Beitragsprimat**

Beiträge	<i>Unverändert</i>
Laufende Leistungen	<i>Unverändert</i>
Zukünftige Leistungen	<i>Nur bei Änderung des Umwandlungssatzes</i>
Sparkapital Aktive	<i>Unverändert</i>
Technisches DK Rentner	<i>Steigt</i>

- Die nach Art. 44 Abs. 1 BVV 2 ausgewiesene finanzielle Lage verschlechtert sich.
- Frage: Tieferer Technischer Zins = tiefere Risikofähigkeit?

Senkung des technischen Zinses (2)

- Auswirkungen Reduktion des TZ im **Leistungsprimat**

Beiträge	<i>Unverändert</i>
Laufende Leistungen	<i>Unverändert</i>
Zukünftige Leistungen	<i>Nur bei expliziter Änderung im Reglement</i>
Technisches DK Aktive + Rentner	<i>Steigt</i>

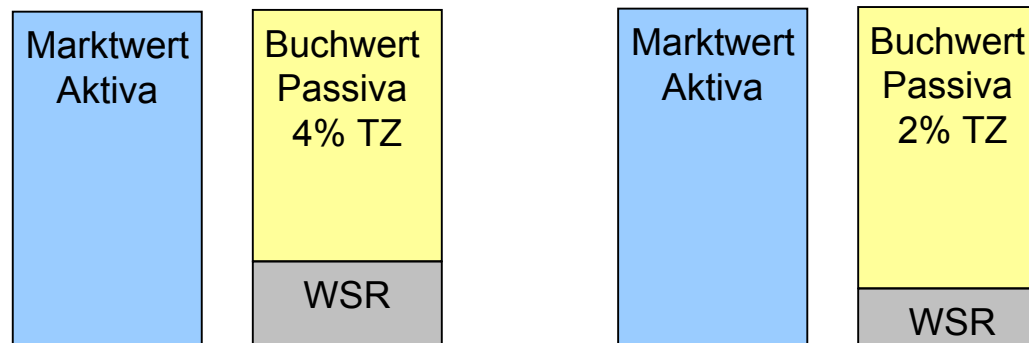
- Die nach Art. 44 Abs. 1 BVV 2 ausgewiesene finanzielle Lage verschlechtert sich.
- Frage: Tieferer Technischer Zins = tiefere Risikofähigkeit?

- Tieferer Technischer Zins = tiefere Risikofähigkeit?
- Finanzielle Lage nach **Art. 44 Abs. 1 BVV 2:**
 - *Ja, die finanzielle Risikofähigkeit sinkt bei einer Senkung des technischen Zinssatzes.*
- Konsequenz für die Anlagestrategie:
 - Tiefere Risikofähigkeit*
 - = geringeres Anlagerisiko*
 - = geringere erwartete Rendite*
- **Entspricht dieser Denkansatz der ökonomischen Realität?**

-
- Haben sich durch die Senkung des TZ die Beiträge oder Leistungen verändert?
 - **NEIN!**
 - Fließt durch die Senkung des TZ mehr Geld aus der Kasse?
 - **NEIN!**
 - Hat sich der Kapitalmarkt durch die Senkung des TZ geändert?
 - **NEIN!**
 - ***Wenn Beiträge und Leistungen dieselben sind, nicht mehr Geld aus der Kasse fließt und die Märkte die gleichen sind, wieso soll dann die Risikofähigkeit tiefer sein?***

Vorher – Nachher (2)

- Die finanzielle Risikofähigkeit der Pensionskasse ist nach der Senkung des technischen Zinssatzes exakt dieselbe wie vorher!
- Ein anderer TZ zeigt lediglich eine andere technische Bilanz:



➤ **Kernfrage: Welche Darstellung entspricht der ökonomischen Realität?**

Tatsächliche finanzielle Lage: True & Fair?

	Technischer Deckungsgrad	Ökonomischer Deckungsgrad
Aktiva	<i>Marktwerte</i>	<i>Marktwerte</i>
Passiva	<i>Buchwerte</i>	<i>Marktwerte</i>
True & Fair?	<i>Nein</i>	<i>Ja</i>

- Wie wird der Marktwert der Verpflichtungen ermittelt?
- Finanzmarkttheorie = Methodik zur Bewertung von Risiken.
- Nobelpreise für Wirtschaftswissenschaften 1990 und 1997
 - Modigliani, Franco and Merton Miller (1958): „The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment“, American Economic Review
 - Miller, Merton and Franco Modigliani (1961): „Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares“, Journal of Business
 - William F. Sharpe (1964): „Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.“ The Journal of Finance
 - Black, Fischer and Myron S. Scholes (1973): „The pricing of options and corporate liabilities, Journal of Political Economy
 - Robert C. Merton (1974): „On the Pricing of Corporate Debt: the risk structure of interest rates“, Journal of Finance

Tatsächliche finanzielle Lage: True & Fair! (1)

- Fixe, nominale Verpflichtung von CHF 100 Mio., zahlbar als ein Betrag in zehn Jahren. Heutiges Vermögen: CHF 75 Mio.
- Richtiger Diskontsatz: Spotrate 10J Bundesanleihe

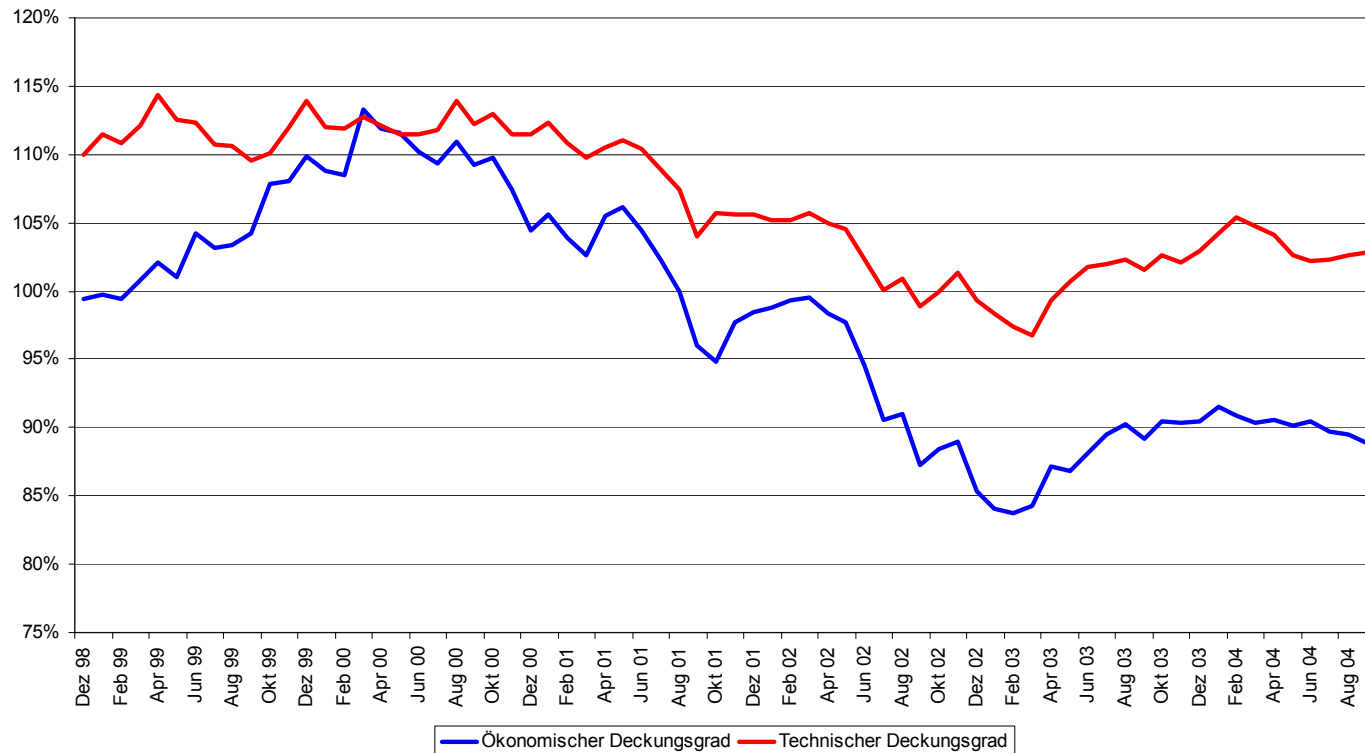
Diskontsatz	Technischer Zins				Spotrate 10 J Bundesanleihe
	4.0%	3.5%	3.0%	2.0%	2.7%
Vermögen (Aktiva)	75	75	75	75	75
Deckungskapital (Passiva)	67.6	70.9	74.4	82.0	76.3
Differenz (Freie Mittel resp. Fehlbetrag)	7	4	1	-7	-1
Deckungsgrad (Aktiva / Passiva)	111	106	101	91	98

True & Fair = Ökonomische Realität!

Tatsächliche finanzielle Lage: True & Fair! (2)

- Technischer vs. ökonomischer Deckungsgrad (Beispiel für eine reale Pensionskasse)

Technischer und Ökonomischer Deckungsgrad



- Die Anlagestrategie einer Pensionskasse muss massgeblich von der ökonomischen Realität bestimmt werden.
- Die Risikofähigkeit einer Pensionskasse ändert sich grundsätzlich nicht mit einer Änderung des TZ!
- Wenn Senkung des TZ zu einer Senkung des Umwandlungssatzes (Beitragsprimat) oder höheren Beiträgen (Leistungsprimat) führt, dann steigt die Risikofähigkeit sogar an!
- Der Deckungsgrad nach Art. 44 Abs. 1 BVV 2 basiert – entgegen der Bewertung der Aktiven – nicht auf einer Marktbewertung der Verpflichtungen und liefert falsche Signale für die Leistungs-, Beitrags- und Anlagepolitik!

Was hat einen Einfluss auf die Anlagestrategie?

1. Finanz. Risikofähigkeit = tatsächliche Finanzielle Lage, gegeben durch eine
 - Marktbewertung der Aktiven
 - Marktbewertung der Passiven (Beiträge, Bestand, Leistungen)
2. Risikofähigkeit der Risikoträger
 - Beitragserhöhungen
 - Leistungskürzungen
 - Garantien
3. Rechtliches Umfeld
4. Wahl der Anlagestrategie = Risikobereitschaft der Risikoträger